

康得新 (002450.SZ)

中国的 3M，内生+外延共同发展构建全球平台型新材料企业

立足先进高分子材料，打造智能显示和碳纤维平台三大业务板块。公司上市后形成了新材料、智能显示、碳纤维三大板块构成的产业格局，打造基于先进高分子的世界级企业。公司现有四大生产基地、九大研发中心，1000余种产品，面向消费、交通、新兴行业、新能源、医疗、智慧城市&智慧生活等 6 大核心市场，产品销往 80 多个国家和地区，主要客户超过 1600 家。

公司平台式的发展战略为公司提供稳定的盈利和持续的成长。公司的管理层大格局、大布局，执行力强，公司从实现光学膜的进口替代到正在进行的超越，公司对材料产业深刻的认识、整合资源能力、人才激励以及极强的执行力使得公司在新材料领域将成为国内领军企业。康得新平台式的发展战略，是公司快速发展并且维持高增长的原动力，同时其构筑的高壁垒也是公司的核心竞争力。公司一方面横向不断扩展产品品类，一方面根据产品属性做适当的产业链延伸，一横一纵的发展模式是公司与其他新材料公司相比最大的优势。公司的发展模式可以参照国外巨头 3M。新材料行业的特点是壁垒高、盈利能力强而稳定，成长路径依靠老产品不断放量，新产品不断推出，并且依托材料在产业链的核心地位（护城河），整合上下游，因此从国内外的新材料企历史成长来看，其成长的持续性强，盈利稳定性强。

内生与外延并举，看好公司长期成长性。公司内生增长持续，二期光学膜项目陆续放量为公司业绩增长提供保障；在内生稳定增长的同时，公司积极外延，与国际高分子企业进行技术及产业合作，预计未来将进行并购及股权合作；上市公司与集团共同孵化的碳纤维产业进展迅速，在汽车、机器人、风电、电缆领域已经获得下游认可并实现供货，未来还将建设为通用航空配套的生产基地。公司表示将在合适的时机将碳纤维板块注入上市公司。

投资建议：公司内生长性持续，外延并购国际企业更增强公司的综合竞争实力，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.9/1.15/1.42 元，结合相对和绝对估值法，我们认为公司合理股价区间 27-35 元，首次给予“买入”评级。

风险提示：光学膜进展不达预期，裸眼 3d 不达预期，海外收购不达预期。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,233	11,789	14,690	17,961	21,370
增长率 yoy%	23.8	27.7	24.6	22.3	19.0
净利润(百万元)	1,963	2,474	3,180	4,066	5,020
增长率 yoy%	39.3	26.1	28.5	27.9	23.5
EPS(摊薄/元)	0.55	0.70	0.90	1.15	1.42
净资产收益率(%)	12.6	13.7	15.2	16.4	17.0
P/E(倍)	35.7	28.3	22.0	17.2	13.9
P/B(倍)	4.5	3.9	3.3	2.8	2.4

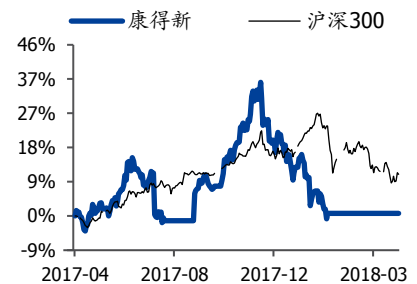
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	塑料
最新收盘价	19.78
总市值(百万)	70,018.76
总股本(百万)	3,539.88
其中自由流通股(%)	81.68
30 日日均成交量(百万股)	0.00

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 肖晴

执业证书编号: S0680518030003

邮箱: xiaoqing@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	21775	25134	28663	31388	34893
现金	15389	18504	18093	21533	20715
应收账款	4800	4409	7362	6846	10167
其他应收款	22	13	31	23	42
预付账款	741	248	984	522	1270
存货	601	583	883	898	1209
其他流动资产	222	1378	1310	1566	1491
非流动资产	4650	9128	10204	11238	12270
长期投资	22	0	-2	-7	-14
固定投资	3086	3542	4369	5262	6177
无形资产	509	544	581	621	669
其他非流动资产	1032	5042	5256	5363	5439
资产总计	26425	34262	38866	42627	47163
流动负债	9883	11734	13853	14392	14845
短期借款	4818	6565	8000	8000	8000
应付账款	625	944	999	1362	1431
其他流动负债	4439	4224	4855	5030	5414
非流动负债	940	4499	4054	3507	2836
长期借款	887	4439	3994	3448	2777
其他非流动负债	53	59	59	59	59
负债合计	10823	16233	17907	17899	17681
少数股东权益	21	18	14	12	12
股本	3529	3539	3540	3540	3540
资本公积	6706	6807	6807	6807	6807
留存收益	5348	7621	10467	14115	18622
归属母公司股东收益	15581	18012	20945	24716	29470
负债和股东权益	26425	34262	38866	42627	47163

现金流量表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-48	3662	309	6052	1993
净利润	1965	2476	3177	4063	5020
折旧摊销	238	268	229	284	345
财务费用	230	553	546	588	638
投资损失	-25	-52	-19	-24	-30
营运资金变动	-2646	468	-3623	1140	-3980
其他经营现金流	191	-51	-0	-0	-0
投资活动现金流	-573	-7977	-1284	-1295	-1347
资本支出	379	335	1012	1040	1038
长期投资	-333	-7704	2	6	7
其他投资现金流	-527	-15346	-270	-249	-302
筹资活动现金流	5708	4814	565	-1316	-1464
短期借款	1462	1748	1435	0	0
长期借款	-815	3552	-445	-546	-671
普通股增加	1920	10	1	0	0
资本公积增加	2650	101	0	0	0
其他筹资现金流	491	-597	-426	-770	-793
现金净增加额	5110	389	-411	3440	-818

利润表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9233	11789	14690	17961	21370
营业成本	5498	7082	8767	10651	12602
营业税金及附加	82	100	128	155	182
营业费用	240	336	441	539	556
管理费用	776	864	1072	1257	1496
财务费用	230	553	546	588	638
资产减值损失	164	30	37	46	54
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	25	52	19	24	30
营业利润	2267	2893	3718	4750	5873
营业外收入	37	22	22	23	26
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	2302	2912	3738	4771	5897
所得税	337	437	561	708	877
净利润	1965	2476	3177	4063	5020
少数股东收益	2	1	-3	-3	0
归属母公司净利润	1963	2474	3180	4066	5020
EBITDA	2429	3316	3998	5068	6196
EPS (元)	0.55	0.70	0.90	1.15	1.42

主要财务比率 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入 (%)	23.8	27.7	24.6	22.3	19.0
营业利润 (%)	38.6	27.6	28.5	27.7	23.7
归属母公司净利润 (%)	39.3	26.1	28.5	27.9	23.5
获利能力					
毛利率 (%)	40.5	39.9	40.3	40.7	41.0
净利率 (%)	21.3	21.0	21.6	22.6	23.5
ROE (%)	12.6	13.7	15.2	16.4	17.0
ROIC	8.4	8.7	9.4	10.9	12.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.0	47.4	46.1	42.0	37.5
净负债比率 (%)	-56.1	-38.1	-24.3	-36.3	-29.6
流动比率	2.2	2.1	2.1	2.2	2.4
速动比率	2.1	2.1	2.0	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	7.8	9.0	9.0	9.0	9.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.70	0.90	1.15	1.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.96	0.09	1.71	0.56
每股净资产 (最新摊薄)	4.40	5.09	5.92	6.98	8.33
估值比率					
P/E	35.7	28.3	22.0	17.2	13.9
P/B	4.49	3.89	3.34	2.83	2.38
EV/EBITDA	25.25	19.1	16.3	12.1	9.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

康得新：立足先进高分子材料，打造智能显示和碳纤维平台	4
新材料：立足之本，打造一流的新材料产业平台	6
智能显示：基于裸眼 3d、大尺寸触控、柔性显示、VR/AR、全息的智能显示生态系统.....	9
碳纤维新能源汽车平台：完整工业化产业链，全球最牛的设计、技术中心、制造厂的支持.....	10
公司战略：内生+外延并举	11
投资建议及风险提示	12
投资建议	12
估值评级	13
风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司发展历程大事件.....	4
图表 2: 公司收入实现快速增长.....	5
图表 3: 公司净利润稳步增长.....	5
图表 4: 光学膜产能变化.....	5
图表 5: 光学膜收入占比 12 年投产后快速上升.....	6
图表 6: 光学膜毛利占比快速上升.....	6
图表 7: 光学膜投产后，公司利润率大幅提升.....	6
图表 8: 公司部分膜产品及主要的应用市场.....	7
图表 9: 公司部分光学膜客户及开拓时间.....	7
图表 10: 公司光学膜覆盖多数国际知名企业.....	8
图表 11: 公司获得 IWFA 认证.....	8
图表 12: 目前全球 8 大窗膜会员单位.....	8
图表 13: 康得新拥有全球领先的裸眼 3D 技术和合作伙伴.....	9
图表 14: 公司提供一体化 3D 解决方案.....	10
图表 15: 康得新及集团的碳纤维产业布局.....	11
图表 16: 公司发展战略.....	12
图表 17: 2018E-2020E 公司收入拆分预测（百万元）.....	13
图表 18: 估值假设.....	14
图表 19: WACC 和永续增长率敏感度分析（单位：元）.....	14
图表 20: 同行业公司盈利和估值情况（数据截止至 2018 年 4 月 25 日）.....	15

康得新：立足先进高分子材料，打造智能显示和碳纤维平台

康得新成立于 2001 年，成立初期主要从事于预涂膜的生产与销售，随着公司资本和技术的逐渐积累，2010 年上市后逐渐开拓光学膜领域，形成了预涂膜和光学膜两大业务板块。2014 年公司通过商务创新形成了以先进高分子材料为核心，由新兴材料产业、智能显示信息产业、碳纤维三大板块构成的产业格局，打造基于先进高分子的世界级企业。公司现有四大生产基地：北京生产基地、南通生产基地、张家港康得菲尔生产基地、张家港光电材料生产基地；九大研发中心：中国三个、台湾分公司、芬兰分公司、德国复合材料研发中心、德国康得新-雷丁欧洲汽车设计中心、荷兰 3D 研发中心、美国硅谷中心。公司现有 100 多个细分产品类别，1000 余种产品，面向消费、交通、新兴行业、新能源、医疗、智慧城市&智慧生活等 6 大核心市场，产品销往 80 多个国家和地区，主要客户超过 1600 家。

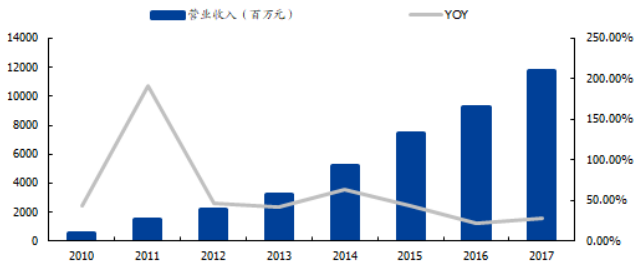
图表 1: 公司发展历程大事件

时间	重要事件
1998 年 8 月	创始人自主研发
2001 年 8 月	康得新公司成立
2002 年 10 月	首条预涂膜生产线建成
2004 年 12 月	第二条预涂膜生产线建成
2007 年	张家港生产基地开工，首次私募成功
2009 年 3 月	北京 3、4 条预涂膜生产线投产，第二次私募成功
2009 年 8 月	张家港 5、6 条预涂膜生产线投产
2010 年 7 月	上市，成立美国分公司，募投建设 1.8 万吨预涂膜
2011 年 10 月	年产 4000 平米光学膜基地投产，预涂膜通过绿色印刷认证
2012 年 3 月	增发建设 2 亿平米光学膜项目获批，上市募投项目预涂膜、光学膜示范线量产
2013 年 12 月	增发募投 2 亿平米光学膜投产
2015 年 12 月	发布非公开发行预案，向大股东定增 48 亿，建设 1.02 亿平米先进高分子膜材料和年产 1 亿片裸眼 3D 模组产品
2016 年 8 月	中安信碳纤维投产
2016 年 10 月	向大股东定增 48 亿，建设 1.02 亿平米先进高分子膜材料和年产 1 亿片裸眼 3D 模组产品
2017 年 5 月	康得复材建成投产
2017 年 10 月	康得碳谷成立

资料来源：公司公告整理，国盛证券研究所

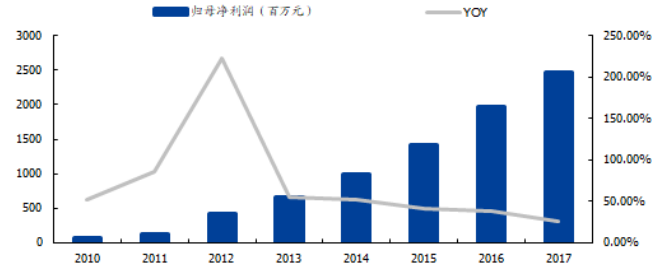
从历史财务数据来看，08 年到 15 年公司收入每年均保持 40% 以上增速，08-14 年连续 7 年净利润增速均在 50% 以上，年均复合增速达 66.5%。随着公司收入和利润体量的增加，公司近两年收入增速放缓。

图表 2: 公司收入实现快速增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

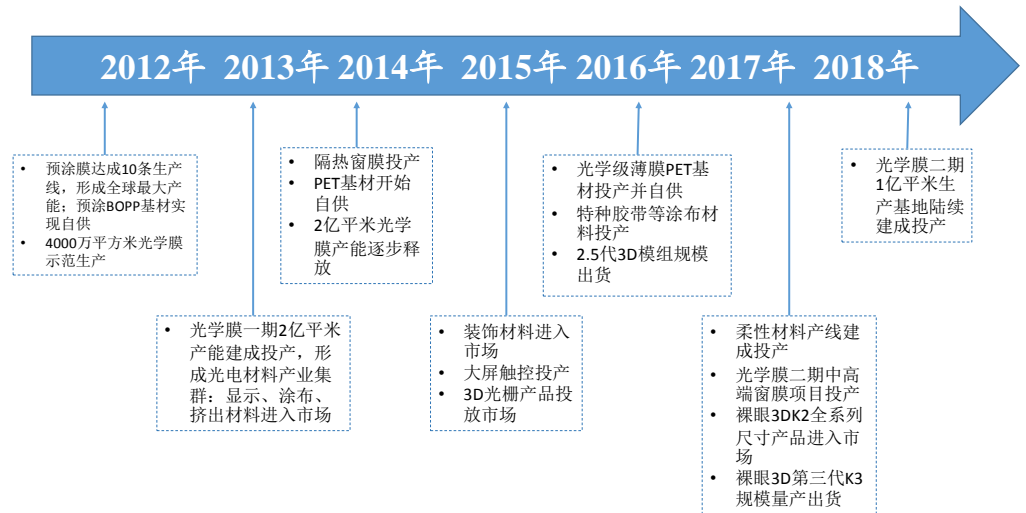
图表 3: 公司净利润稳步增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2011年之前,公司产品以预涂膜为主,随着11年底公司光学膜示范线的量产以及2亿平米光学薄膜项目产能释放,光学膜逐渐成为公司主要收入和毛利来源。

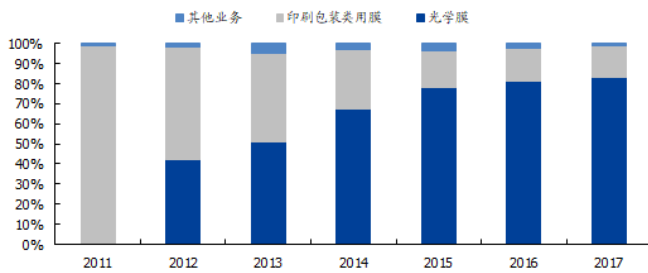
图表 4: 光学膜产能变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

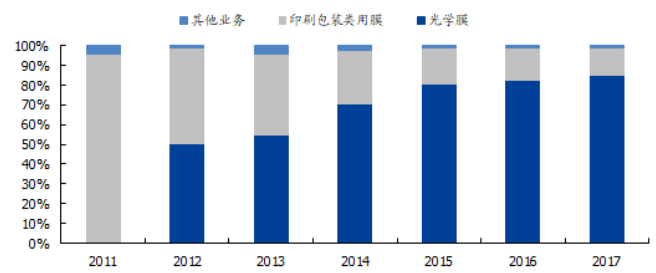
公司产能: 公司拥有 10 条预涂膜生产线, 产能达到 4.4 万吨; 光学膜一期 2.4 亿平米产能以及配套的 5 万吨光学膜基材 PET, 1 万吨保护膜和 6100 吨 UV 固化黏合剂, 二期光学膜 1.02 亿平米在建 (2017 年投产 1100 万平左右, 预计 2018 年新增 3000-5000 万平, 2019 年达产)。

图表 5: 光学膜收入占比 12 年投产后快速上升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 光学膜毛利占比快速上升

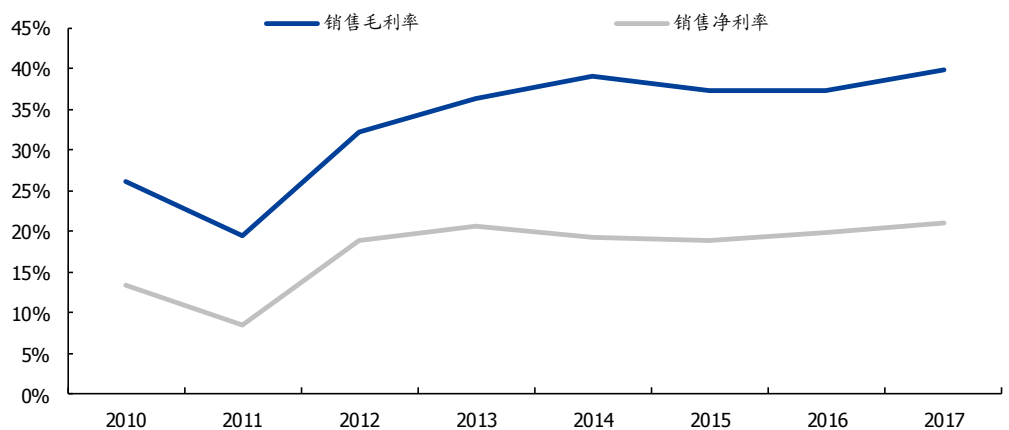


资料来源: wind, 国盛证券研究所

预涂膜产品的毛利基本维持稳定。考虑到低端预涂膜市场竞争日趋激烈，而高端市场存在较大的潜力，为了维持高盈利能力，根据公司现有的产能和产品结构，公司对预涂膜的相关产能进行了调整，15 年公司将 10 条预涂膜生产线中的其中两条生产线转为研发线，更加着力发展中高端的预涂膜产品，而低端部分产品则外包给其他公司。

2011 年是公司上市后的第一年，也是公司光学膜项目的起始，由于光学膜盈利能力显著高于公司原有的预涂膜业务，从毛利率和净利率情况来看，光学膜项目投产后二者均有大幅度的提升。

图表 7: 光学膜投产后，公司利润率大幅提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

新材料: 立足之本, 打造一流的新材料产业平台

材料是康得新所有新业务发展的基础,也是公司发展中的核心业务。在新材料的布局上,公司意在打造一个基于先进高分子材料的世界级企业。从实现光学膜的进口替代(已经成为国际主流供应商,隔热膜在国内已经成功追赶 3m、伊斯曼和量子膜)到正在进行的超越,公司的 3D 膜、低阻高透膜、柔性材料三大产品已经是全球先进技术,其中 3d 膜从光学设计到制造,品种全球先进,是全球智能 3d 的领导者;低阻高透膜全球仅有的生产者,技术超越日本企业;在柔性显示方面,公司的 OLED 水汽阻隔膜通过整合国外研

究力量，目前正在进行产业化，公司的技术已经赶超 3M，该产品的附加值非常高。基于这些产品，公司实现产业链的延伸和生态链的布局。

图表 8: 公司部分膜产品及主要的应用市场

产业板块	市场
显示材料	平显示材料 板显示 (TV、MNT、Notebook、Tablet、Smartphone)
涂布材料	平板显示、装饰、胶带应用市场、电子
窗膜	汽车、建筑
装饰膜	家电、建材、工装、3C
大屏触控	教育、智能家居、广告、商业展示、电子白板
柔性材料	柔性显示、柔性电子、柔性光伏、柔性照明
溅射材料	触控
CPP 保护膜	导光板 (平板显示)、钢板、箱包

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

印刷包装: 公司拥有 10 条预涂膜生产线, 产能达到 4.4 万吨, 主要包括通用型 BOPP 基材和 PET 基材的预涂膜和功能膜预涂膜两大类, 可生产 118 种预涂膜产品, 其中通用型预涂膜分为薄胶、中厚胶、厚胶共 70 种产品; 功能性预涂膜包含增粘膜、抗划、柔面等 8 个系列 48 种产品, 应用于印刷包装、数码印刷、烟酒包装等等, 主要客户 771 家。

光学膜一期: 年产 2 亿平米的光学膜产业集群项目满产, 在显示和非显示领域都取得了大的突破。公司先后与佳的美、京东方、三星等 LCD 面板企业建立合作, 收购窗膜品牌“北极光”切入贴近消费端的窗膜领域, 并建立了 KDX 自主高端品牌。

图表 9: 公司部分光学膜客户及开拓时间

时间	合作方	具体事件
2011 年 11 月	佳的美	与清远佳的美电子签订光学膜订货合作协议
2012 年 5 月	京东方	与京东方签署光学膜战略合作协议
2013 年 3 月		第一条 ITO 光学溅镀生产线投产
2014 年 4 月	群创电子	光学膜通过群创光电量产测试验证
2013 年 8 月		受让北极光商标及康润窗膜 51% 股权
2013 年 12 月	冠捷科技	通过冠捷科技认证, 并下达量产实施计划
2014 年 6 月	利亚德	与利亚德形成战略合作伙伴关系
2014 年 6 月	联合钢铁	与韩国联合钢铁形成战略合作伙伴关系
2014 年 8 月	乌塔姆	与印度乌塔姆签订协议, 成为其唯一供应商
2014 年 10 月	三星 display	通过韩国三星 display 公司认证

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

显示材料: LCD 显示模组里主要包括棱镜膜、扩散膜、贴合膜、扩散膜等, 高端材料主要包括量子点膜、防蓝光膜、光控膜等, 主要客户 141 家。

图表 10: 公司光学膜覆盖多数国际知名企业



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

隔热及防护材料:

主要有汽车隔热膜、建筑隔热膜、漆面保护膜等大类, 532 种产品, 主要应用于汽车、建筑、家居、高铁等市场, 主要客户 345 家, 包含 20 余家主机厂、240 家 4s 集团及经销商、20 余家海外客户以及 60 余家贴牌客户。

公司是世界领先的窗膜生产制造商, 2015 年, 公司获得权威机构世界窗膜协会 (IWFA) 认证, 成为第七家 IWFA 成员。目前, 世界窗膜协会现有 8 家会员, 其中 5 家是美国企业, 1 家是以色列企业, 2 家中国企业 (KDX 和中凌)。

图表 11: 公司获得 IWFA 认证



资料来源: 国盛证券研究所

图表 12: 目前全球 8 大窗膜会员单位



资料来源: 国盛证券研究所

公司在张家港拥有巨型工业园, 其中窗膜生产厂房完全按国际标准设计和建造, 拥有非常完备的配套设施: 拥有德国进口的且最先进的顶级设备——双腔 12 靶磁控溅射机, 全进口的涂布和复合设备, 原材料均选自全球知名企业和厂商。公司的研发和生产实力雄厚, 研发团队由大陆、韩国多名博士、专家组成, 制造和品质管理团队汇集了大陆、海外 100 多名专业技术人员。

康得新和北极光是公司的两个窗膜品牌。2015 年窗膜通过主机厂、4S 集团、分销、O2O 等 4 大渠道快速扩张全球版图。

14 年公司窗膜销售量为 700 万平米, 15 年销售量为 1200 万平米, 16 年销量 2000 万平, 窗膜 17 年销量 2900 万平米 (算上隐形车衣)。

光学膜二期：往高端材料发展

光学膜二期（先进高分子膜材料项目）：光学膜产业升级，二期建设是智能化的、4.0版的工厂。二期以柔性材料为主，全球前沿科学，柔性材料应用在柔性照明、电子、光伏、显示四大领域。公司已经在全球8个国家布局研发中心，柔性材料方面，已经从基础研究达到了应用研究水准，建立工艺化设计。随着二期光学膜的陆续投产，近几年公司产品均价上升是发展趋势，公司15年产品的平均单价为28元/平米，16年均价上升至36元/平米，预计2018年公司整体的产品均价将达到50元/平米。我们认为，二期光学膜是公司从进口替代到前沿核心技术自主研发的关键转折，未来研发和创新将成为公司赶超国际新材料巨头同时甩开竞争对手的核心竞争力。

涂布材料：

主要包括特种胶带、硬化涂布、特种保护膜等品类，共69种产品，主要应用于手机、电子、显示屏等市场，主要客户91家。

综合材料：

主要包括装饰材料、柔性材料、挤出材料等，共242种，装饰材料应用于TV、家电、建材、3C产品等，柔性材料应用于柔性显示、柔性电子、柔性光伏等，主要客户180家。

智能显示：基于裸眼3d、大尺寸触控、柔性显示、VR/AR、全息智能显示生态系统

打造领先全球的新型显示技术（裸眼3D、大屏触控、柔性显示、VR/AR、全息）产业板块，是公司重要的战略方向和产业布局。15年开始公司布局了裸眼3D全产业链和生态链，从材料到解决方案到内容端全面布局，公司将还基于柔性显示、VR/AR、全息技术打造领先全球的新型显示技术板块。

公司是裸眼3D全产业链提供者，拥有光学部件、软件芯片和转向驻镜式模组完整的生产线。17年11月国际一线消费电子品牌三星搭载康得新裸眼3d解决方案的笔记本上市，标志着公司裸眼3d技术得到一线品牌认可。

在显示领域，公司与飞利浦签署《许可使用协议》等一系列合作协议，飞利浦授权（中国排他性许可）公司在全球范围内使用600多项3D专利和专有技术，同时为公司提供3D顾问服务。公司和飞利浦均是在柱状透镜方向做研发，技术上具有共性，飞利浦的600多项专利是集中在10寸以上的大尺寸方面、而公司则在10寸以下具备200多项专利，具有互补性。合作后，公司在裸眼3D技术方面具备800多项专利。

图表 13：康得新拥有全球领先的裸眼3D技术和合作伙伴

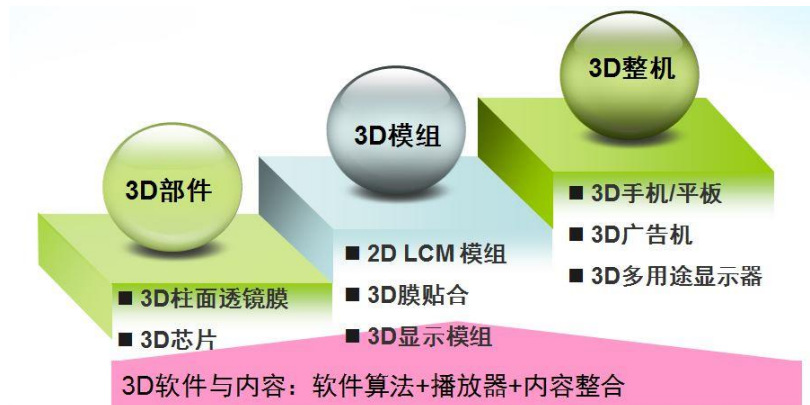


资料来源：国盛证券研究所

公司的3D显示方案以柱面透镜式技术为基础，整合核心部件3D柱面透镜膜的设计、制

造、贴合，同时结合自主知识产权的图像处理软件及芯片，做到了从材料到系统解决方案再到内容制作全产业链布局，提供一站式的裸眼 3D 显示解决方案。

图表 14: 公司提供一体化 3D 解决方案



资料来源: 国盛证券研究所

大尺寸的裸眼 3D 技术也在各个领域遍地开花。康得新推出的 86 寸裸眼 3D 显示器作为 VR 教学的必备工具已开始进入中小学。未来将逐步替代存量达几十万台的电子白板; 65 寸、86 寸裸眼 3D 广告机已在院线、机场、车站投入使用。

在 17 年 China Joy 期间, 康得新 32 寸裸眼 3D 游戏电脑全球首发, 将进入网咖等电竞市场; 采用康得新裸眼 3D 技术的博彩机, 已规模进入拉斯维加斯、澳门、新加坡以及马来西亚云顶的博彩业经营场所。

医疗方面, 公司解决了内窥镜手术中眼镜 3D 普遍存在的时滞问题, 时间误差小于 50 毫秒, 可提高手术效率和成功率。9 月举行的全球外科手术大会上, 由知名内窥镜专家采用康得新的裸眼 3D 显示设备直播手术。

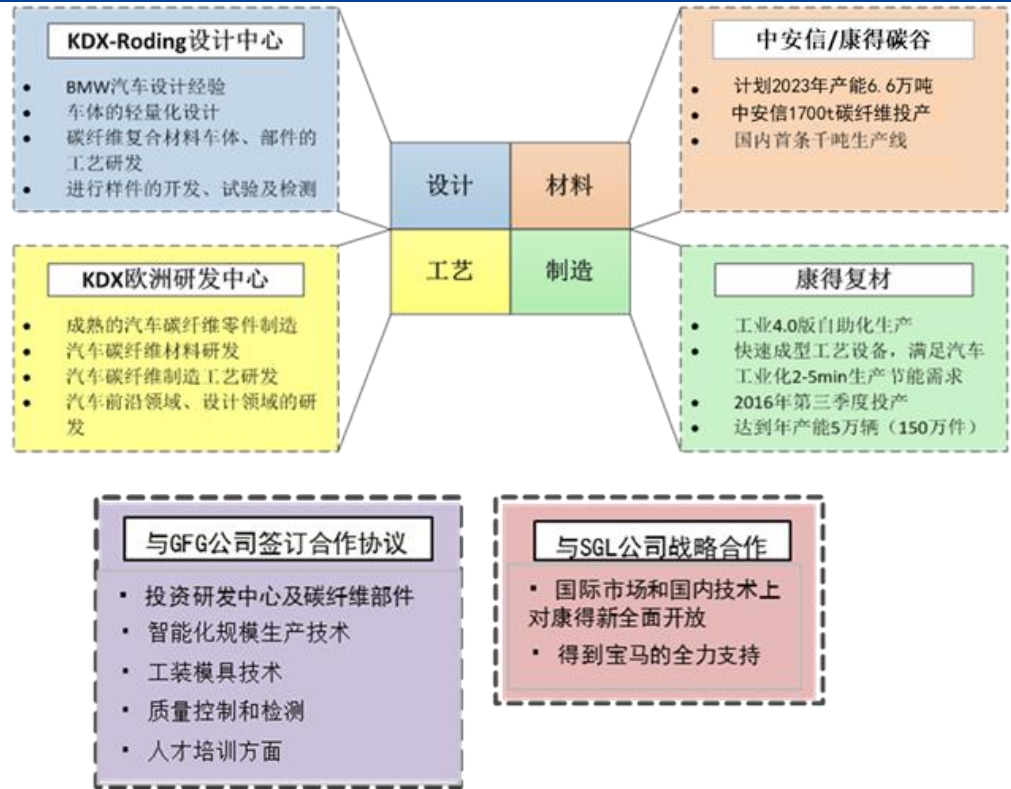
除深耕 3D 显示外, 康得新在 3D 建模、3D 交互等领域亦早有前瞻性布局, 其裸眼 3D 技术已广泛应用于 3D 医疗、3D 教育、3D 智能商显、3D 娱乐、3D 展览展示等领域, 未来将在 3D 与 AR/VR 融合方面、3D 建模、3D 在线购物方面持续技术研发与产业转化, 与科技巨头共迎 3D 风口的到来。

碳纤维新能源汽车平台: 完整工业化产业链, 全球最牛的设计、技术中心、制造厂的支持

据中国产业信息预测, 目前, 全世界碳纤维每年需求量大约为 5-6 万吨, 其中航空航天占 17%、工业领域的应用占 67%、体育休闲领域占 16%。预计到 2020 年, 全世界碳纤维需求量将达到 15 万吨, 其中, 航空航天占 20%、工业领域占 75%、体育休闲占 5%。中国目前有大大小小的 30 多家碳纤维生产企业, 总产能达到 1.5 万吨, 但有效产能不多, 2016 年全国碳纤维产量大约 3200 吨。

基于对碳纤维在汽车及航空航天领域需求即将迎来大发展的信心, 公司与控股股东康得集团共同打造全球唯一、世界领先的碳纤维轻量化生态平台, 实现碳纤维从原丝到碳丝、再到碳纤维复合材料的研发、设计、生产的全产业链, 并已与北汽、上汽、广汽、长安汽车等几十家整车厂商形成战略联盟。17 年 4 月, 康得复材与北汽集团签订中国首个碳纤维部件量产订单; 6 月, 与蔚来签订协议, 提供价值高达十余亿元人民币的大规模碳纤维复合材料总成部件。7 月, 康得碳纤维工业 4.0 华东综合基地落户常州, 将与北汽、奔驰、麦格纳新能源汽车实现配套, 北汽、奔驰、麦格纳将在常州建设年产能 40 万辆新能源汽车生产基地。

图表 15: 康得新及集团的碳纤维产业布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

碳纤维产能规划:

康得碳谷计划到 2023 年实现年产 2 万吨 t700/T800/T1000/T1100 纤维, 1k, 3k, 6k, 12k, 24k 高性能碳纤维、46000 吨 T700-50K 大丝束碳纤维、100 吨 M40J/M55J/M65J 高强高模碳纤维、30000 吨高端复合材料, 预计销售收入 1000 亿元, 利润 280 亿元。

五年后, 康得碳谷高性能碳纤维及复合材料品种齐全, 规模世界第一。

2017 年启动建设 5900 吨/年高性能纤维生产线, 其中 1K/3K/6K/12K/24K T700/T800/T1000/T1100/IM8/IMA 等高性能碳纤维 3400 吨/年, T700-50K 高性能大丝束碳纤维 2500 吨/年。配套建设 10000 吨/年 12K/24K 干湿法高性能碳纤维原丝, 1500 吨/年 3K/6K/12K 湿法高性能碳纤维原丝, 6000 吨/年 T700-50K 高性能大丝束碳纤维原丝。一期项目 2017 年四季度开工建设, 2018 年四季度建成投产

目前跟公司合作的有 57 个车厂, 北汽的订单已经量产, 蔚来汽车、观致等多家都在进行配合开发。北汽、奔驰、麦格纳在常州合作新能源车产业园, 公司将与北汽合作在常州建复合材料厂做配套, 已于 17 年 11 月举行启动仪式, 规划碳纤维制品 600 万件, 公司预计将达到 200~300 亿收入规模。航空领域应用也在布局, 正在与意大利莱奥纳多(意大利第二大军工企业)探讨合作建设航空复合材料生产基地。国内聘请在航空航天复合材料领域的顶级专家担任康得复材的总裁, 为后期往航空航天领域做准备。

公司战略: 内生+外延并举

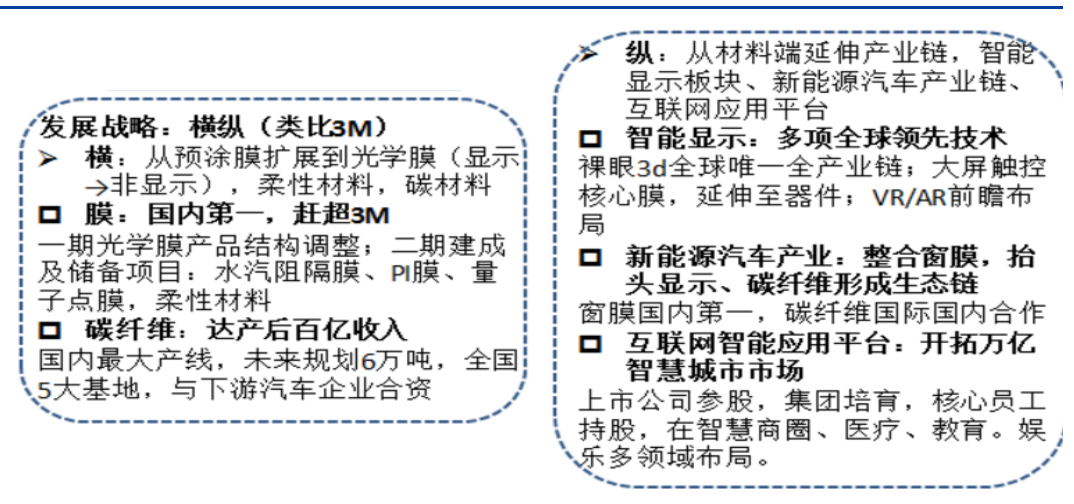
未来发展战略上, 公司将依托现有核心业务及核心市场, 结合公司产业、资本及团队等优势资源, 以“内生性”“外生性”双轨协同发展, 做强做大三大核心业务。外生性方面, 公司将加强与国际高分子材料行业的合作及并购: 为推动先进高分子材料的产业发展, 公司正在布局与国际顶级材料企业进行技术及产业合作, 未来预计通过并购及股权合作等模式将海外先进高分子材料技术引入国内落地, 该布局将成为公司未来发展的潜在驱动要素之一。

同时，在集团孵化的碳纤维板块也有望在合适的时间注入。康得集团与康得新经多年时间联手打造了碳纤维产业板块。碳纤维板块目前涉及碳纤维及碳纤维复合材料互为上下游的两大类材料，中安信、康得碳谷、康得复材、常州康得复材四大生产基地。此外，与意大利莱奥纳多公司合资建立的康得马可波罗航空科技江苏有限公司将启动在张家港建设为商飞 C919、C929 及我国通用航空配套的机身复合材料部件生产基地。

公司的管理层大格局、大布局，执行力强，公司从实现光学膜的进口替代到正在进行的超越，公司对材料产业深刻的认识、整合资源能力、人才激励以及极强的执行力使得公司在新材料领域将成为国内领军企业。

康得新平台式的发展战略，是公司快速发展并且维持高增长的原动力，同时其构筑的高壁垒也是公司的核心竞争力。公司一方面横向不断扩展产品品类，一方面根据产品属性做适当的产业链延伸，一横一纵的发展模式是公司与其他新材料公司相比最大的优势。公司的发展模式可以参照国外巨头 3M。新材料行业的特点是壁垒高、盈利能力强而稳定，成长路径依靠老产品不断放量，新产品不断推出，并且依托材料在产业链的核心地位(护城河)，整合上下游，因此从国内外的新材料企历史成长来看，其成长的持续性强，盈利稳定性强。

图表 16: 公司发展战略



资料来源：国盛证券研究所

投资建议及风险提示

投资建议

基于 2018 年光学膜二期产能继续放量，我们预计公司 2018-2020 年的收入分别为 146.9/179.61/213.70 亿元，同比增长分别为 24.6%/22.3%/19%。

- 2018-2020 年的增长主要来自于二期光学膜产能的陆续投放，17 年已经投产 1120 万平（其中窗膜 1000 万平，阻隔膜 120 万平），预计 2018 年新增产能 3000-5000 万平，其中主要的产品包括窗膜 1100 万平（建筑市场及海外市场）、柔性材料如水汽阻隔膜 400 万平（oled 相关材料、客户定制化的产品等）、精密涂布 2500 万平（配套电子产业链的产品如遮光泡棉、双面胶带、温控胶等），总共 1 亿平米的二期光学膜将在 2019 年陆续全部达产。
- 裸眼 3d 提供业绩弹性：搭载公司裸眼 3d 技术的三星裸眼 3d 笔记本于 2017 年底发布并在中国、韩国等四个国家销售，与三星的合作表明其裸眼 3D 技术已获得国际一线品牌的认可。裸眼 3d 的推广正在稳步的进行，尽管目前无法预测裸眼 3d 何

时成为消费电子的标配，但我们看到越来越多的企业开始重视裸眼 3d 技术并开始布局，包括京东方也在 18 年初的 CES 展上展出了裸眼 3d 电视。

图表 17: 2018E-2020E 公司收入拆分预测 (百万元)

营业收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
印刷包装类产品	1366.37	1523.53	1825.2	1900.00	2101.00	2262.00
增长率	-11.06%	11.50%	19.80%	4.10%	10.58%	7.66%
光学膜	5807.38	7515.59	9831.25	12630.00	15710.00	18908.00
增长率	65.85%	29.41%	30.81%	28.47%	24.39%	20.36%
其他业务	285.62	193.62	132.61	160.00	150.00	200.00
增长率	67.83%	-32.21%	-31.51%	20.65%	-6.25%	33.33%
合计	7459.37	9232.74	11789.06	14690	17961	21370
增长率	43.23%	23.77%	27.69%	24.61%	22.27%	18.98%

资料来源: 贝格数据, wind, 国盛证券研究所

毛利率: 印刷包装类产能利用率高, 为了应对产品升级, 公司将部分低端产品外包, 导致成本端略微上升, 2017 年毛利有所下滑, 我们预计 2018-2020 年公司印刷包装类产品毛利率将基本维持在 35% 左右。二期光学膜以高端和定制化的产品为主, 有很多产品是与下游国际国内一线客户 (三星、京东方、苹果等) 共同开发的, 这也体现了下游客户对公司创新和研发能力的认可。二期光学膜是公司从进口替代到前沿核心技术自主研发的关键转折, 未来研发和创新将成为公司赶超国际新材料巨头同时甩开竞争对手的核心竞争力, 预计光学膜的毛利率将维持着 41%-42% 之间。近几年公司产品均上升是发展趋势, 公司 15 年产品的平均单价为 28 元/平米, 16 年均价上升至 36 元/平米, 预计 2018 年公司整体的产品均价将达到 50 元/平米, 预计 2018/19/20 年毛利率分别为 40.32%/40.7%/41.03%。

费用率: 公司近 5 年的费用率维持在 13-15% 左右, 预计公司未来 3 年的三费率将继续维持相对稳定的水平, 预计 2018/2019/2020 年分别为 14.01%/13.27%/12.58%。

综上, 预计公司 2018-20 年归母净利润分别为 31.8/40.66/50.2 亿元, 同比增长 28.5%/27.9%/23.5%, EPS 分别为 0.9/1.15/1.42 元。

估值评级

绝对估值法: 计算假设如下表所示, 再针对加权平均资本成本和永续增长率, 进行敏感度分析, 得出股价区间 20.66-41.63 元。

图表 18: 估值假设

估值假设	数值
过渡期年数	5
过渡期增长率	20.00%
永续增长率 g	5.00%
贝塔值 (β)	0.90
无风险利率 Rf (%)	3.70%
市场的预期收益率 Rm (%)	6.50%
有效税率 Tx (%)	15.00%
应付债券利率	0.00%
资本成本	
债务资本成本 Kd	5.33%
债务资本比重 Wd	38.37%
股权资本成本 Ke	6.22%
加权平均资本成本 WACC	5.57%
贴现系数 (Ke)	0.94
贴现系数 (WACC)	0.95

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 19: WACC 和永续增长率敏感度分析 (单位: 元)

	永续增长率							
	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	
3.50%	50.21	59.99	77.33	116.16	279.94	-427.47	-107.05	
3.85%	39.16	44.64	53.21	68.39	102.41	245.86	-373.78	
4.24%	31.53	34.84	39.63	47.11	60.36	90.05	215.26	
4.66%	25.98	28.09	30.97	35.13	41.63	53.15	78.96	
5.13%	21.79	23.17	25.00	27.49	31.09	36.72	46.69	
5.64%	18.54	19.47	20.66	22.23	24.38	27.48	32.33	
6.20%	15.95	16.59	17.39	18.41	19.76	21.60	24.26	
6.82%	13.86	14.31	14.85	15.53	16.41	17.55	19.12	
7.51%	12.16	12.47	12.85	13.31	13.89	14.62	15.60	

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所预测

相对估值法: 考虑到公司未来几年的持续增长性, 结合同行业相关公司的估值水平及公司自身所处的发展阶段 (由于同行业的相关公司利润利润体量较小, 与公司所处的发展阶段不同, PE 参考性较弱), 给予公司 2018 年 30 倍 PE, 对应股价 27 元。

图表 20: 同行业公司盈利和估值情况 (数据截止至 2018 年 4 月 25 日)

	公司简称	市值 (2018 年 4 月 25 日) (亿元)	2017 年收入 (亿元)	2017 年归母净利润 (亿元)	PE TTM
300566.SZ	激智科技	49.85	7.38	0.6042	80.0488
002585.SZ	双星新材	91.17	30.23	0.7465	65.8454
300057.SZ	万顺股份	65.11	32.13	0.7962	86.0238
002632.SZ	道明光学	52.43	8.07	1.2375	91.3365
300305.SZ	裕兴股份	27.36	5.91	0.6896	40.3111

资料来源: wind, 国盛证券研究所

结合 DCF 估值和敏感度分析以及相对估值法, 得出公司合理股价区间 27-35 元, 首次给予“买入”评级。

风险提示

- 1、二期光学膜进展不及预期。二期光学膜以高端的进口替代及先进的自主研发材料为主, 在材料的推广上需要与下游进行一段时间的磨合, 因此部分材料的应用和销售有可能会低于预期。
- 2、裸眼 3d 不及预期。裸眼 3d 在显示端的应用技术尽管公司已经开发成熟, 但受下游客户接受度影响, 裸眼 3d 在显示端的推广有可能不达预期。
- 3、海外收购不达预期。公司正在积极推进海外收购项目, 目前正处于中美贸易摩擦的特殊时期, 公司海外收购有可能受此影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市西湖区北京西路88号江信国际金融大厦

邮编：330046

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 9层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com